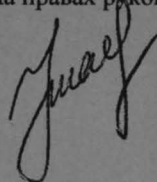


0-795885

На правах рукописи



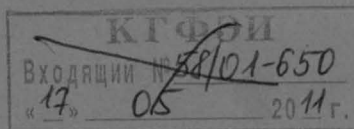
Ушаева Светлана Николаевна

**СУБМОДЕЛЬ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ФИРМЫ
В ТРАНСФОРМИРУЕМОЙ ЭКОНОМИКЕ**

Направление 08.00.01 - «Экономическая теория»

Автореферат
диссертации на соискание степени
кандидата экономических наук

Челябинск-2011



Работа выполнена на кафедре экономики отраслей и рынков
ГОУ ВПО «Челябинский государственный университет»

- Научный руководитель –** доктор экономических наук, профессор
заведующий кафедрой экономики отраслей
и рынков Института экономики отраслей,
бизнеса и администрирования
ГОУ ВПО «Челябинский государственный
университет» Бархатов Виктор Иванович
- Официальные оппоненты:** доктор экономических наук, профессор,
заведующий кафедрой магистерской
подготовки Института права, экономики и
управления
ГОУ ВПО «Тюменский
государственный университет»
Мильчакова Наталья Николаевна
- кандидат экономических наук,
директор ООО «Бизнес Эксперт»
Коптелов Олег Васильевич
- Ведущая организация -** ГОУ ВПО «Тамбовский государственный
университет им. Г.Р. Державина»

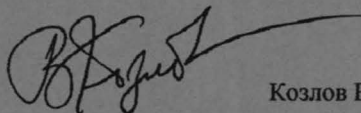
Защита состоится 26 мая 2011г., в 16 часов 00 мин., на заседании
диссертационного совета ДМ 212.296.06 при ГОУ ВПО «Челябинский
государственный университет» по адресу: 454001, г. Челябинск, ул.
Молодогвардейцев, д. 70«Б», ауд. 123.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ГОУ ВПО
«Челябинский государственный университет».

Автореферат разослан 25 апреля 2011г.

Отзывы на автореферат просьба высылать по адресу: 454001, г. Челябинск, ул.
Братьев Кашириных, д.129, Челябинский государственный университет
Ученому секретарю диссертационного совета ДМ 212.296.06

Ученый секретарь
диссертационного совета,
кандидат экономических
наук, старший научный
сотрудник



Козлов Вадим Николаевич

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000790854

1. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы исследования обусловлена изменениями российской экономики под влиянием кризисных процессов внешнего и внутреннего характера и, как следствиес, усложнением доступа к финансовым ресурсам: глубокое падение фондового рынка и цены залоговых активов, удорожание и сокращение банковских кредитов на фоне высокой корпоративной задолженности банкам.

Особое значение проблема оптимизации структуры капитала приобретает в условиях современной экономической ситуации, когда процессы глобализации и трансформационный характер национальной экономики жестко требуют эффективного функционирования фирмы¹.

До сих пор в экономической литературе не сложилось единого подхода к определению понятия структура капитала, не раскрыто понятие оптимальная структура капитала. Не исследованы особенности структуры капитала в трансформируемой экономике России, а также методики ее оптимизации. Не разработанной остается субмодель оптимизации структуры капитала корпораций для условий российской экономики.

Трансформируемая экономика России прошла ряд этапов, характеризующихся особыми условиями функционирования фирм и формирования структуры их капитала. Современный этап вынуждает искать новые финансовые инструменты и возможности формирования структуры капитала, путем вовлечения нового круга участников, повышения активности на фондовом рынке и активного использования преимуществ корпоративной формы ведения бизнеса.

На сегодняшний момент экономическая ситуация требует от фирм четкого представления о стратегии развития бизнеса в постоянно изменяющихся условиях. В этих условиях на принятие решений в области структуры финансирования бизнеса накладывают ограничения не только сжатые возможности привлечения заемных средств, стоимость привлечения капитала, приемлемый уровень соотношения риск- доходность, но и существующие конфликты интересов между участниками, риск потери контроля над бизнесом, асимметричность информации и неразвитость фондового рынка.

Поиск оптимальной структуры капитала осложняется тем, что крупные фирмы недостаточно используют преимущества корпоративной формы ведения бизнеса: привлечение финансовых ресурсов путем размещения акций (IPO), листинга, использования производных финансовых инструментов, секьюритизации активов, что связано с особенностями фондового рынка и менталитетом собственников (высокая степень капитализации акционерного капитала и мотивации к «быстрой» прибыли), в то же время банковский сектор

¹ Здесь и далее в рамках предложенного исследования под фирмой будем понимать организационно-правовую форму бизнеса, равнозначную российской организационно-правовой форме акционерное общество, а так же компанию, корпорацию как синонимы.

не способен обеспечить потребности в долгосрочных источниках, а их высокая стоимость не может быть компенсирована даже «налоговым щитом».

Выработанная в этих условиях стратегия формирования структуры капитала отклоняется от ее оптимальных значений и ставит проблему поиска источников, удовлетворяющих не только параметрам срочность, стоимость, риск, доходность, но и таким как доступность, простота привлечения, возможность сохранения прав контроля над бизнесом.

Существенный рост интереса к возможным в современных условиях источникам финансирования предопределяет необходимость построения субмодели оптимизации структуры капитала фирмы в российской экономике. **Степень разработанности проблемы.** Методологические основы формирования структуры капитала были заложены классиками экономической теории, среди которых А. Смит, Д. Риккардо, Д.С.Милль.

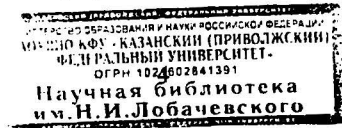
При анализе структуры капитала А. Смит не проводил различия между позициями всего общества и отдельного капиталиста на данную проблему. Между тем для капиталиста деньги на счете в банке – часть оборотного капитала, а для общества в целом они представляют лишь долг банка клиенту и не представляют реального капитала. Не верно был раскрыт им и механизм воспроизводства главных элементов капитала, из анализа воспроизводства которого был исключен постоянный капитал, в последствии этот тезис будет назван К.Марксом «баснословной догмой».

Особое место в эволюции взглядов на сущность капитала, его структуру и другие аспекты теории капитала принадлежит Карлу Марксу. В противоположность классической школе, само развитие капитала, его генезис К. Маркс связывал с понятием стоимости и его денежной формы. Ввел понятие органического строения капитала, которое показывает стоимостное соотношение между такими ресурсами в процессе производства как производственные фонды (постоянный капитал) и труд (переменный капитал).

Проблема структуры капитала, как самостоятельная теория, стала изучаться зарубежными экономистами еще в середине XX века, однако, по признанию Р.Брейли и С. Майерса, «до сих пор не существует какой-либо общепризнанной стройной теории структуры капитала»², что доказывается наличием множества понятий «капитал» и «структура капитала», так и отсутствием универсальных методик расчета оптимальной структуры капитала.

Современная теория структуры капитала базируется на трудах зарубежных ученых Ф. Модильяни, М. Миллера. В своей исследовательской работе Ф.Модильяни стремился соединить кейнсианскую экономическую теорию с неоклассической теорией, сочетая макроэкономический подход Дж. Кейнса с анализом индивидуального поведения, при котором отдельные лица стремятся улучшить свое благосостояние. Однако, жесткие предположения, на

² Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов.— М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997.—



основании которых авторы сделали свои заключения, не позволяют применять данную теорию на практике.

Яркие работы в области оптимизации структуры капитала принадлежат ученым Л. Сенбету, С. Майерсу, Н. Мэйлафу, С. А. Россу, Х.Леланду, Д. Пайлу, С. Гроссману, О. Харту, Дж. Папассу, Р. Тагтару, П. Маршу, Е. Альтману, М. Дженсену, В. Меклингу, Г. Дональдсону, и другим. Эти авторы корректировали теорию Модильяни-Миллера, снимая наиболее жесткие ограничения, и выстраивали новые модели оптимизации структуры капитала, которые не отличаются универсальностью и могут быть применены строго в конкретной ситуации, не отвечающей требованиям российской действительности.

Среди исследований российских экономистов особую значимость представляют положения В.В. Бочарова, А.Е.Деевой в вопросах исследования классификации источников финансирования организации; В.В. Ковалева – в сфере управления финансовыми ресурсами.

Методологические аспекты оптимизации структуры капитала с разной степенью полноты нашли отражение в трудах Л.Е. Басовского, И.А.Бланка, А.Ю. Егорова, Н.И. Лахметкина, Г.А. Маховиковой, А.В.Грачева, С.Н. Ермолаева, В.Н. Лифшица, И.Т. Балабанова, Л.П. Белых, Е.А. Четыркина, А.Н. Иванова, Л.Н. Павлова, Е.А. Стоянова, В.И. Терехина и других.

Систематическое изложение современной теории структуры капитала и новый подход, который позволяет несколько объединить разрозненные и часто противоречащие теории структуры капитала в единое целое предлагает Н.Б. Рудык.

Некоторые концептуально-методологические аспекты оптимизации структуры капитала фирмы являются достаточно дискуссионными и требуют более углубленного изучения. Недостаточная теоретическая разработанность проблемы привлечения капитала и формирования оптимальной структуры капитала определила выбор автором темы исследования, постановку цели и задач.

Цель диссертационного исследования. Целью исследования является разработка субмодели оптимизации структуры капитала фирмы для достижения эффективности фирмы.

Цель исследования предопределила необходимость постановки и решения следующих задач:

- уточнить понятия «структура капитала» и «оптимальная структура капитала» на основе систематизации существующих представлений в отечественной и зарубежной литературе;

- выявить особенности субмодели оптимизации структуры капитала в трансформируемой экономике;

- разработать методику формирования оптимальной структуры капитала фирмы;

- сформулировать и подтвердить гипотезы о формировании оптимальной структуры капитала фирмы в трансформируемой экономике;

- предложить субмодель оптимизации структуры капитала фирмы.

Область исследования. В соответствии с паспортом специальности ВАК «Экономическая теория» область исследования соответствует содержанию п. 1.1. «Политическая экономия» – экономика ресурсов (рынков капиталов, труда и финансов); п. 1.2 «Микроэкономическая теория», а именно – теория фирмы; и п. 1.4 «Институциональная и эволюционная теория» – институциональная теория фирмы.

Объектом исследования выступает структура капитала фирмы в трансформируемой экономике.

Предмет исследования – экономические отношения между субъектами хозяйственной деятельности по поводу формирования оптимальной структуры капитала с целью повышения эффективности фирмы.

Теоретическая и методологическая основы исследования. Диссертационное исследование базируется на теории и методологии, изложенной в фундаментальных трудах отечественных и зарубежных ученых по проблемам оптимизации структуры капитала. Теоретическая и методологическая базы диссертации содержат эволюционную теорию, институциональные, микро- и макроэкономические приемы анализа.

Информационную базу исследования составили материалы и статистические данные Федеральной службы статистики, Федеральной службы по финансовым рынкам (ФСФР), Министерства финансов Российской Федерации, аналитические обзоры состояния российского корпоративного сектора, данные российских аналитических агентств (Система комплексного раскрытия коммерческой информации – «СКРИН»), а также финансовая отчетность фирм нефтегазового сектора экономики России.

Обоснование теоретических положений и аргументация выводов осуществлялась автором на основе применения таких методов научного познания как структурный, факторный, сравнительный, корреляционный анализы, научная абстракция, классификация и агрегирование данных.

В ходе исследования были получены существенные результаты, научная новизна которых состоит в следующем:

1. Уточнены понятия «структура капитала» и «оптимальная структура капитала» на основе подходов, предложенных в рамках теории фирмы, поведенческой теории фирмы, институционализма и неинституционализма в разрезе экономической теории прав собственности, агентской теории и теории транзакционных издержек, а так же теории структуры капитала. Под структурой капитала будем понимать сложившуюся пропорцию собственного и заемного капитала, отражающую выбранную стратегию финансирования бизнеса.

Под оптимальной структурой капитала будем понимать уникальный набор инструментов финансирования деятельности фирмы, нивелирующий асимметричность информации и отвечающий заданному уровню контроля со стороны собственников.

2. Выявлены особенности оптимизации структуры капитала в трансформируемой экономике

Во-первых, процесс формирования оптимальной структуры капитала российской фирмы на современном этапе происходит при переходе от инсайдерской модели управления к аутсайдерской. Во-вторых, в российских условиях при формировании структуры капитала прослеживается противоречие: с одной стороны, стоимость привлечения собственного капитала, как правило, оказывается выше заемного, с другой стороны в структуре капитала доля собственного капитала преобладает. В-третьих, в структуре капитала левереджированных фирм, в силу особенностей российского финансового рынка, заемные источники финансирования носят краткосрочный характер. В-четвертых, в рамках формирования оптимальной структуры капитала ярко проявляется наличие отраслевой дифференциации, которая выражается в особом положении нефтегазовой и металлургической отраслей. В-пятых, отклонение структуры капитала компании от ее оптимальных значений определяется оппортунизмом менеджеров, который снижает эффективность использования собственного капитала. В-шестых, угроза поглощения заставляет отказываться от определенных дешевых или высокорентабельных источников и формировать тем самым структуру капитала, имеющую отклонения от оптимальных значений. В- седьмых, отклонению структуры капитала отдельных фирм от ее оптимальных значений способствует иррациональное поведение собственников, придерживающихся стратегии «выкачивания активов» и получения «короткой» прибыли.

3. Разработана методика формирования оптимальной структуры капитала фирмы. В качестве критерия предложен интегральный показатель, позволяющий учесть основные параметры оптимизации структуры капитала – средневзвешенную стоимость капитала, рентабельность активов и дивиденд на акцию. Предложен алгоритм применения методики: он предполагает не только количественно рассчитать параметры оптимизации, но и скорректировать полученные данные путем качественного анализа влияющих факторов.

4. Сформулированы и подтверждены следующие гипотезы

Гипотеза 1. Для хозяйствующих субъектов, формирующих структуру капитала, стоимость привлечения заемного капитала и стоимость привлечения собственного капитала будут различны в зависимости от специфики отрасли и участия государства в собственности.

Гипотеза 2. Современный уровень развития российского финансового рынка не позволяет эффективно использовать заемные источники финансирования.

Гипотеза 3. Развитие хозяйствующих субъектов с привлечением заемного капитала повышает скорость приращения размера бизнеса, прежде всего выручки от реализации.

4. Предложена субмодель оптимизации структуры капитала фирмы, основанная на анализе особенностей структуры капитала фирмы. Субмодель представлена в виде структурно-логической схемы, раскрывающей методику формирования оптимальной структуры капитала фирмы. В основу субмодели положен принцип глубокого субъектного анализа, включающего не только количественную характеристику значимых параметров оптимизации, но и качественный анализ среды, воздействие которой на систему учитывается

путем определения значимости влияющих факторов.

Теоретическая и практическая значимость результатов исследования. Значимость диссертационного исследования состоит в том, что теоретические и методологические положения могут использоваться для разработки концептуальных положений в области исследования оптимальности структуры капитала фирмы в условиях трансформируемой экономики.

Практическая значимость исследования заключается в возможности применения методики формировании структуры капитала фирмы и построения субмодели ее оптимизации.

Результаты исследования могут быть использованы в преподавании учебных дисциплин «Экономическая теория», «Институциональная экономика», «Экономика фирмы», «Финансовый менеджмент», «Корпоративное управление», «Оценка бизнеса», «Финансовая инженерия».

Апробация основных результатов исследования. Основные результаты исследования докладывались и обсуждались на научно-практической конференции «Проблемы развития институциональных форм в российской экономике» (Челябинск, 2007г.), международной научно-практической конференции «Факторы устойчивого развития истории экономики и права» (г. Шадринск, 2008г.), региональной научно-практической конференции «Инновационные резервы повышения конкурентоспособности товаров и услуг» (Челябинск, 2008г.), международной научно-практической конференции «Теоретико-практические аспекты модернизации социальных, экономических, психолого-педагогических и информационных технологий» (Шадринск, 2008г.), международной научно-практической конференции «Факторы устойчивого развития права, экономики и исторической науки» (г. Шадринск-Москва, 2008г.), всероссийской научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук» (Новосибирск, 2009г.), международной научно-практической конференции «Роль государственно-общественного управления в обеспечении комплексной безопасности объектов и субъектов образовательной системы» (Челябинск, 2008г.), международной научно-практической конференции «Кризис экономической системы как фактор нестабильности современного общества» (Саратов, 2009г.), региональной научно-практической конференции «Глобальный кризис и инновационное развитие экономической и социальной сфер (Челябинск, 2010г.), международной научно-практической конференции «Социально-экономическое развитие России в посткризисный период: национальные, региональные и корпоративные аспекты» (Челябинск, 2010г.)

Публикации. По теме диссертации опубликовано 15 научных статей и тезисов общим объемом 8,7 п.л. авторского текста.

Структура и объем работы. Диссертация состоит из введения, двух глав, заключения, списка литературы и приложения. Исследование выполнено на 155 страницах основного текста и содержит 37 рисунков, 12 таблиц и 17 формул. Список литературы содержит 176 источников.

Во Введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, отражена степень разработанности проблемы, определены цель и

задачи исследования, а также сформулированы научная новизна и практические результаты исследования.

В первой главе «Теория и методология оптимизации структуры капитала фирмы» исследуется эволюция подходов к анализу структуры капитала в экономической литературе, раскрываются особенности формирования структуры капитала российских фирм, разработана методика формирования оптимальной структуры капитала фирмы в российской экономике.

Во второй главе «Субмодель оптимизации структуры капитала фирмы в трансформируемой экономике» выполнен анализ тенденций формирования структуры капитала фирмы на примере 9 отраслей и 27 компаний, предложена субмодель оптимизации структуры капитала фирмы в трансформируемой экономике.

В Заключении представлены выводы, обобщения и рекомендации по результатам проведенного исследования.

II. ОСНОВНЫЕ ПОЛОЖЕНИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Уточнены понятия «структура капитала» и «оптимальная структура капитала»

Анализ существующих в экономической литературе подходов к формированию структуры капитала, а также отсутствие единого понятия «оптимальная структура капитала» позволили уточнить экономическое содержание этого понятия.

Для изучения подходов к формированию оптимальной структуры капитала была рассмотрена эволюция понятия «структура капитала» в экономической теории, а также исследованы различные методологические подходы.

Основу современной теории структуры капитала представляет теорема Модильяни-Миллера. Методология данной работы заключается в установлении следующих жестких предположений: фондовый рынок является совершенным, налогообложение отсутствует. Весомый теоретический вклад, полученный в рамках данного научного исследования, расширил границы понимания проблемы оптимизации структуры капитала, однако не снял острой необходимости практического приложения полученных выводов, которое не возможно в предложенном варианте. Теорема говорит об условиях, в которых не имеет значения выбор схемы финансирования, однако, при снятии наиболее жестких предположений, возникает проблема поиска оптимальной комбинации источников финансирования – т.е. существует такая структура капитала, при которой достигается максимум стоимости корпорации.

В результате последовательного ослабления наложенных ограничений, появились следующие теории оптимальной структуры капитала: стационарного соотношения (исследования А. Крауса и Р.Литценбергера, Дж.Скотта, Е.Кима, М.Брэдли, Г.Джареля и Е.Кима); асимметричной информации

(инвестиционные разработаны в публикациях С.Майерса, С.Майерса и Н.Мэйлафа; сигнальные – С.Росса, Х.Леланда и Д.Пайла), агентских издержек (анализировали М.Дженсен и У.Меклинг, С.Гроссман и О.Харт, М.Харрис и А.Равив, Р.Шульц, Д.Даймонд, Д.Хиршляйфер и А.Такор).

Путем введения в анализ новых факторов, появились теории корпоративного контроля (М.Харрис и А.Равив, Р.Шульц, Р.Израэль), стейкхолдеров (исследования Г.Джаррела и С.Пальтцмэна), конкурентной стратегии (Т.Оплер и С.Титман, Дж.Шевальер, Г.Филипс) и теория опционного ценообразования (Ф.Блэк и М.Шоулз).

В соответствии с теорией стационарной взаимосвязи (снятие предположения об отсутствии издержек банкротства) оптимальная структура капитала – это такая структура капитала, при которой приведенная стоимость налоговых щитов полностью покрывает приведенную стоимость издержек банкротства.

Модели ассиметричной информации ослабляют предположение теоремы Модильяни-Миллера, утверждающее, что рынок капиталов обладает сильной формой информационной эффективности. Выделяют два типа таких моделей: инвестиционные, в которых менеджер ориентируется (при выборе способа финансирования, т.е. формируя структуру капитала) на относительную недооценку или переоценку ожидаемых потоков прибыли внешними инвесторами в силу наличия информационных ассиметрий; и сигнальные, в которых структура капитала «выдает сигналы» внешним инвесторам о текущем положении корпорации и ее перспективах (сигналами выступают эмиссии долевого и долгового ценных бумаг).

Иной методологический подход используется в фундаментальном исследовании Х. Леланда и Д. Пайла, которые пришли к следующим выводам по проблеме выбора структуры капитала в условиях ассиметричной информации: стоимость корпорации возрастает с увеличением доли собственности, находящейся под контролем менеджмента; сигналом качества инвестиционного проекта для внешних инвесторов служит готовность менеджмента финансировать инвестиционный проект собственной корпорации (т.е. приобретать обыкновенные голосующие акции компании); корпорации, генерирующие более рискованные потоки прибыли, имеют меньшую долговую нагрузку по сравнению с корпорациями генерирующими менее рискованные потоки прибыли (даже при условии отсутствия издержек банкротства).

Исследования в области агентских издержек снимают предположение о том, что менеджеры корпорации всегда действуют в наилучших интересах собственников бизнеса. Структура капитала становится действенным механизмом разрешения агентских конфликтов внутри корпорации.

Новые методологические подходы в теорию оптимизации структуры капитала добавляют модели корпоративного контроля, которые объясняют вопросы формирования структуры капитала с позиции блокирования возможного враждебного поглощения. В рамках данного подхода оптимальная структура капитала – это финансирование за счет собственных средств или периодических эмиссий обыкновенных голосующих акций и минимальное

использование всех форм долговой нагрузки. В рассмотренных выше теориях корпорация рассматривалась как комбинация инвестиционных проектов, требующих финансовых ресурсов для своего исполнения. В рамках этого подхода, теории оптимизации структуры капитала учитывали интересы только акционеров и держателей долговых обязательств. Теория стейкхолдеров расширяет круг участников и даже касается внешней среды и факторов, влияющих на принятие решений в области финансирования корпорации. С этой позиции оптимальная структура капитала, предполагающая учет интересов стейкхолдеров, предполагает финансирование корпорации с большими объемами организационного капитала³ преимущественно за счет дополнительных эмиссий обыкновенных голосующих акций и создание крупных денежных резервов. Интегрирование концепции стейкхолдеров в сигнальную теорию структуры капитала некоторым образом объясняет высокие издержки финансовых затруднений.

Поведенческие теории учитывают влияние иррационального поведения участников рынка на оптимизацию структуры капитала.

Среди известных методик представлены зарубежные теории оптимизации структуры капитала (рисунок 1.). Российские ученые, исследовавшие проблему оптимизации структуры капитала, особое внимание уделяли практическим аспектам применения наработанных зарубежными авторами методологических подходов. Но и здесь не сложилось единого подхода к определению понятий «структура капитала» и «оптимальная структура капитала».

Проведенный анализ теории и методологии подходов к изучению эволюции взглядов на «структуру капитала» в зарубежной и российской экономической литературе позволил выделить несколько основных позиций по поводу определения данного понятия. Часть исследователей исходит из определения структуры капитала как отношения собственных и заемных источников средств, где рассматривают либо только долгосрочные источники, либо все источники, формирующие капитал фирмы.

Другие авторы (как правило, зарубежные) рассуждают о структуре капитала как о портфеле активов, представленном различными финансовыми инструментами.

В данном исследовании будем придерживаться подхода, предложенного в рамках неинституционального развития теории фирмы и определять структуру капитала с позиций структуры управления и отношений собственности.

Таким образом, под структурой капитала фирмы будем понимать сложившуюся пропорцию собственного и заемного капитала, отражающую выбранную стратегию финансирования бизнеса.

Под оптимальной структурой капитала будем понимать уникальный набор инструментов финансирования деятельности фирмы, нивелирующий

³ Организационный капитал понимается как текущая рыночная стоимость всех подразумеваемых обязательств, которые компания ожидает продать в будущем.

ассиметричность информации и отвечающий заданному уровню контроля со стороны собственников.

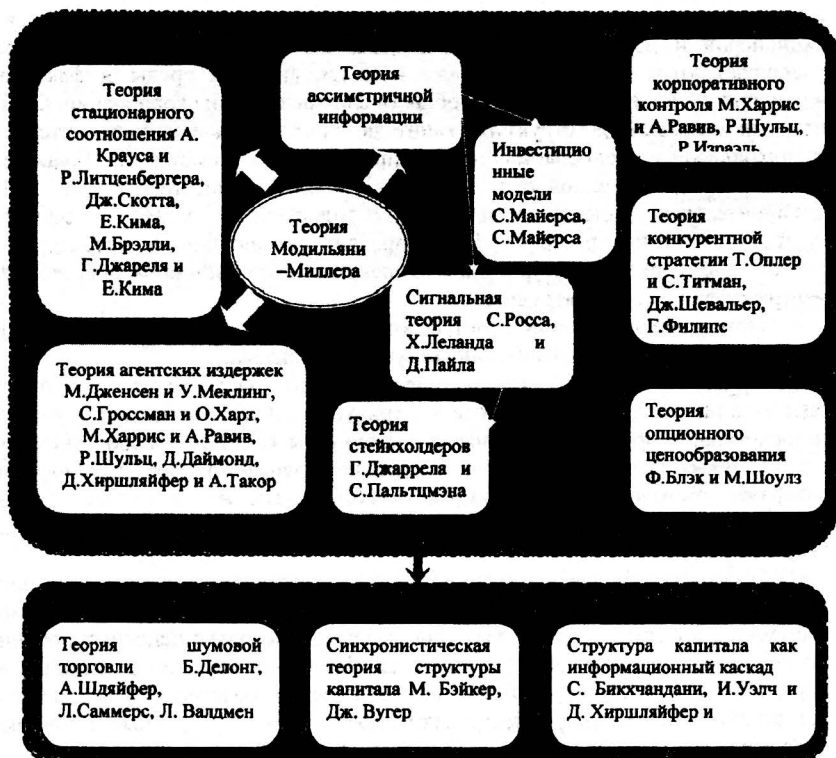


Рис.1. Современные теории структуры капитала

2. Выявлены особенности оптимизации структуры капитала в трансформируемой экономике.

Трансформируемая экономика России прошла ряд этапов, характеризующихся особыми условиями функционирования фирм и формирования структуры их капитала.

Этапы трансформации российской экономики позволили выделить субмодели формирования структуры капитала, которые представлены на рисунке 2.

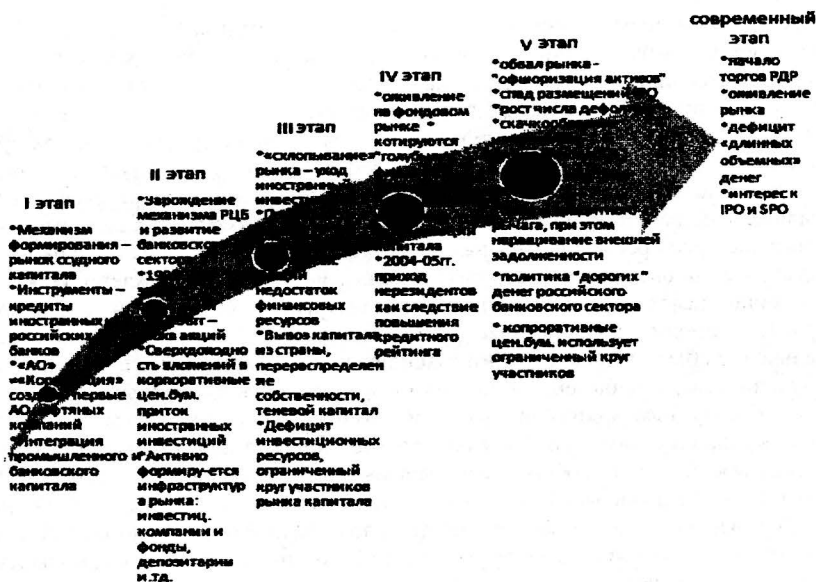


Рис.2. Субмодели формирования структуры капитала

Глубокий анализ происходящих в российской экономике процессов, влияющих на принятие решений в области формирования структуры капитала, позволил выявить следующие особенности формирования структуры капитала фирмы в трансформируемой экономике.

Во-первых, формирование и развитие экономико-институциональной среды, в которой функционируют российские корпорации, сформировало определенный класс собственников, которые совмещали в своем лице и функции менеджера. Что было связано с нежеланием передачи контроля за ведением бизнеса и нивелирование тем самым проблем, связанных с неполнотой контракта. Однако, наметилась тенденция к переходу на другую модель – аутсайдерскую – которая характеризуется разделением функций владения и управления. Это определяется, в том числе, переходом на международные стандарты управления, принятые в зарубежных корпорациях. Однако, невозможность однозначного определения структуры собственности, наличие исследований в этой области, говорит о присутствии собственника в управлении. Как правило, ведущие менеджеры являются крупными или средними акционерами, поэтому достаточно часто возникает парадоксальная ситуация, когда крупные акционеры российских эмитентов заинтересованы не столько в повышении прибыльности организации и формировании с этой целью оптимальной структуры капитала, сколько в сохранении своего привилегированного положения, связанного с контролем над финансовыми потоками или экспортно-импортными операциями. Во-вторых, в российских условиях при формировании структуры капитала прослеживается противоречие: с одной

стороны, стоимость привлечения собственного капитала, как правило, оказывается выше заемного, с другой стороны в структуре капитала доля собственного капитала преобладает над долей заемных источников. В-третьих, в силу особенностей российского финансового рынка, привлекаемые заемные источники финансирования носят краткосрочный характер. Российский банковский сектор не готов предоставлять крупные долгосрочные кредиты – недостаточна капитализация, высокий уровень неопределенности, медлительное освоение новых форм работы с корпоративными клиентами. В-четвертых, ярко прослеживается наличие отраслевой дифференциации в рамках формирования оптимальной структуры капитала, которая выражается особым положением нефтегазовой отрасли и металлургии. Корпорации в данных отраслях имеют колоссальные размеры, рост объемов производства, увеличение объемов экспорта, интеграционные преобразования все это ведет к получению сверхприбылей, что позволяет формировать свободный денежный поток в силу благоприятной внешнеэкономической конъюнктуры (высокие цены на продукцию). Эти аспекты долгое время позволяли корпорациям развиваться за счет собственных финансовых ресурсов, не прибегая к повышению финансового рычага. В-пятых, оппортунизм субъектов хозяйствования снижает эффективность использования собственного капитала и ведет к отклонению структуры капитала компании от ее оптимальных значений. В-шестых, угроза поглощения заставляет отказываться от определенных дешевых или высокорентабельных источников и формировать тем самым структуру капитала, имеющую отклонения от оптимальных значений. Считается, что высокий финансовый рычаг является наиболее эффективным инструментом дисциплинирования менеджеров. Другой стороной проблемы становится привлекательность такой компании для поглощения. В-седьмых, В-седьмых, отклонению структуры капитала отдельных фирм от ее оптимальных значений способствует иррациональное поведение собственников, придерживающихся стратегии «выкачивания активов» и получения «короткой» прибыли. Приватизация государственной собственности имела целью сформировать класс собственников практически любыми путями – поэтому сформировались два типа собственников – первые придерживались стратегии «наращивания капитала» или «короткой прибыли», другие «долгосрочной стратегии развития». Стратегия «наращивания капитала» предполагала получение «короткой» прибыли и обогащение путем «оффшоризации» активов и т.д. Стратегия «долгосрочного развития» - реструктуризация полученной собственности, повышение эффективности ее деятельности. Первый тип собственников характеризуется низкой заинтересованностью в долгосрочном развитии корпорации. Как следствие, формирование структуры капитала предполагает высокорискованный характер и состоит преимущественно из заемного капитала.

3. Разработана методика формирования оптимальной структуры капитала фирмы.

Отсутствие в экономической литературе единого подхода к определению оптимальности структуры капитала затрудняет формирование оптимальной

структуры капитала фирмы в практике российских фирм. Анализ особенностей позволил разработать методику формирования оптимальной структуры капитала российских фирм.

В качестве критерия оптимизации предлагаем интегральный показатель.

$$K_{\text{опт}} = D_{ROA} + D_{WACC} + D_{DPS}, \quad (1)$$

где $K_{\text{опт}}$ - критерий оптимизации; D_{ROA} - рейтинговое значение показателя рентабельности активов; D_{WACC} - рейтинговое значение показателя средневзвешенная стоимость структуры капитала; D_{DPS} - рейтинговое значение дивиденд на акцию (таблица 1).

Таблица 1

Структура критерия оптимизации, состоящего из рейтинговых значений входящих показателей.

Показатель, обозначение, ед. изм.					
рентабельность активов, %		Средневзвешенная стоимость капитала, %		Дивиденд на акцию, руб.	
ROA		WACC		DPS	
Интервал значений	Рейтинг, D	Интервал значений	Рейтинг, D	Интервал значений	Рейтинг, D
менее 0	0	менее 5	10	менее 0	0
0-3	1	5-8	9	0-5	1
3-6	2	8-11	8	5-10	2
6-9	3	11-14	7	10-15	3
9-12	4	14-17	6	15-20	4
12-15	5	17-20	5	20-25	5
15-18	6	20-23	4	25-30	6
18-21	7	23-26	3	30-35	7
21-24	8	26-29	2	35-40	8
24-27	9	30-33	1	40-45	9
27 и более	10	более 33	0	более 45	10

Границы максимально рентабельной и минимальной по стоимости привлечения источников, формирующих структуру капитала, приносящую максимальный доход на акцию, позволяют определить поле выбора конкретных его значений.

Предложенную методику следует применять по алгоритму, представленному на рисунке 3.

Прежде чем оценивать оптимальность структуры капитала фирмы, следует определить какой стратегии придерживается собственник, менеджер, какой этап проходит компания и какие еще факторы, кроме просчитываемых, оказывают влияние на формирование оптимальной структуры капитала. Так, структура капитала, оптимальная по расчетным показателям, может не отвечать

требованию сохранения контроля собственника, тогда необходима корректировка путем качественного анализа влияющих факторов, доминирующее значение которых может предполагать отклонение оптимальной структуры капитала от расчетных показателей.



Рис.3.Алгоритм формирования оптимальной структуры капитала фирмы

4.Сформулированы и подтверждены гипотезы оптимизации структуры капитала фирмы в российской экономике

Было сформулировано 3 гипотезы относительно формирования оптимальной структуры капитала фирмы в российской экономике. Для проверки гипотез был проведен анализ структуры капитала 27 корпораций из 9 отраслей российской экономики.

Гипотеза 1. Для хозяйствующих субъектов, формирующих структуру капитала, стоимость привлечения заемного капитала и стоимость привлечения собственного капитала будут различны в зависимости от специфики отрасли и участия государства в собственности.

Так, для компаний с государственным участием, а так же для компаний, относящихся к отраслям, формирующим достаточный денежный поток, стоимость привлечения собственного капитала будет ниже стоимости привлечения заемного капитала. Это положение противоречит классической

теории стоимости капитала, однако, отражает особенности формирования структуры капитала российскими компаниями.

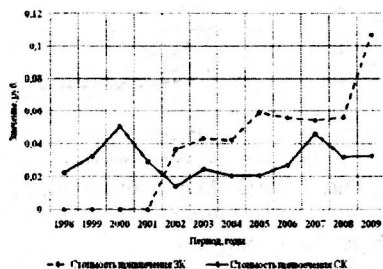


Рис. 1. ОАО «Сибирьтелеком»

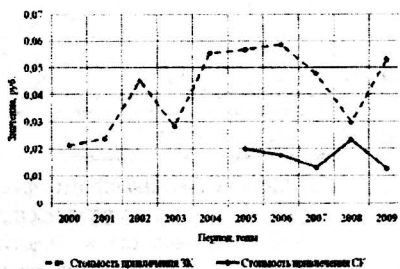


Рис. 2. ОАО «Северсталь»

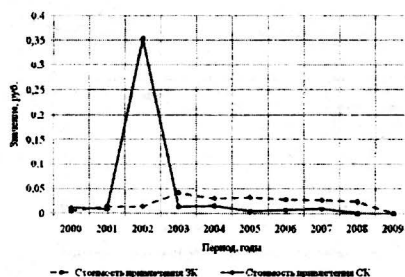


Рис. 5. ОАО «АвтоВАЗ»

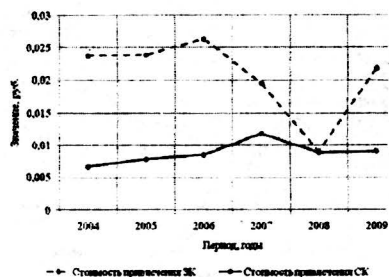


Рис. 9. ОАО «РЖД»

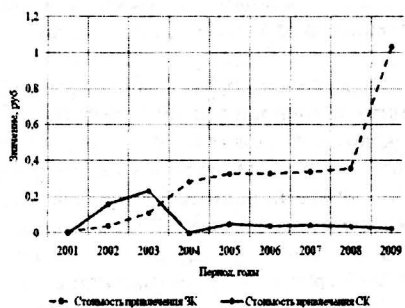


Рис. 10. ОАО «Ростелеком»

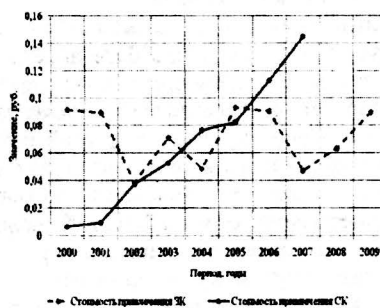


Рис. 3. ОАО «Аэрофлот»

Компании, доля государства в которых ниже, а так же, поменявшие структуру собственности, имеют тенденцию к уравниванию затрат на привлечение капитала из собственных и заемных источников.

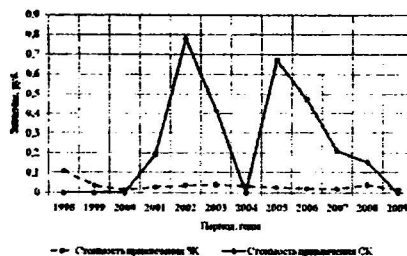


Рис. 4. ОАО «Газпромнефть»
металлургический

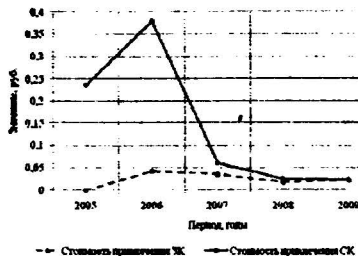


Рис. 7. ОАО «Магнитогорский комбинат»

Для компаний, относящихся к частной и/или иностранной собственности, стоимость привлечения собственного капитала выше стоимости привлечения заемного капитала.

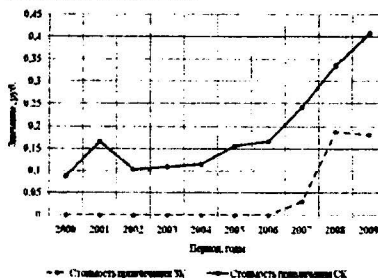


Рис. 6. ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»

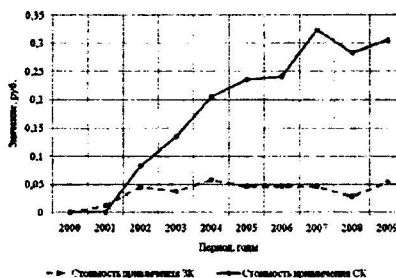


Рис. 8. ОАО «МТС»

Таким образом, для компаний, относящихся к одной отрасли, стоимость привлечения капитала может существенно различаться для компаний с различной структурой собственности.

Гипотеза 2. Современный уровень развития российского финансового рынка не позволяет эффективно использовать заемные источники финансирования.

Существующая в российской экономике система финансирования, прошедшая ряд этапов развития, до сих пор носит краткосрочный характер и не может решить проблему нехватки инвестиционных ресурсов для осуществления структурных и технологических преобразований в экономике.

Реализация банками ведущего организатора процесса финансирования не выдерживает требований критерия эффективности с точки зрения как качественных, так и количественных параметров. Внутренние проблемы банковского сектора на фоне специфики экономического развития страны выступают сдерживающими условиями в процессе трансформации краткосрочных инвестиционных ресурсов в долгосрочные.

Для проверки гипотезы была проанализирована структура заемного капитала 27 корпораций из 9 отраслей за период с 1998 - по 2010гг. Рассмотрена доля краткосрочных и долгосрочных источников заемного

капитала для компаний, представленных на рис.13-20, которые отражают общую картину формирования структуры капитала.

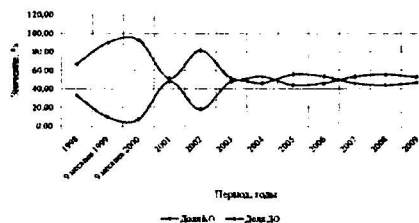


Рис. 13. ОАО «Сибирьтелеком»

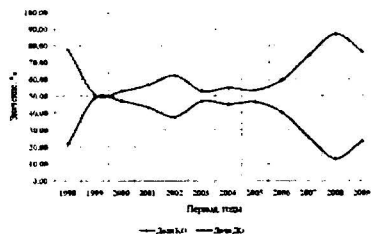


Рис.14. ОАО «АвтоВАЗ»

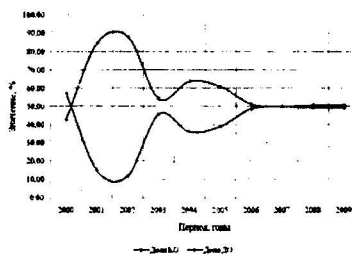


Рис. 15. ОАО «Аэрофлот»

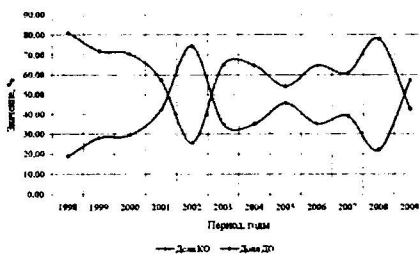


Рис. 16. ОАО «Газпромнефть»

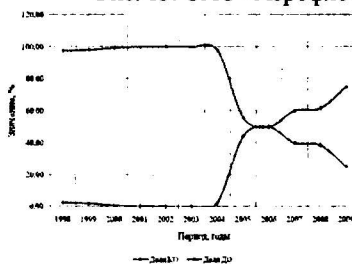


Рис. 17. ОАО «Уралвагонзавод»

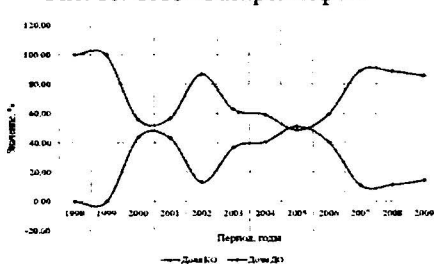


Рис.18. ОАО «Пивоваренная компания «Балтика»

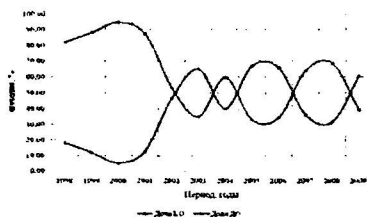


Рис. 19. ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»

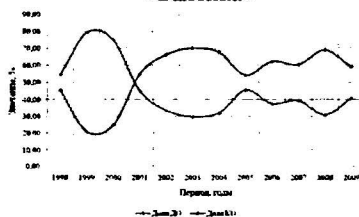


Рис. 20. ОАО «Ростелеком»

Только в двух из рассмотренных случаев доля долгосрочных источников превышает долю краткосрочных источников в структуре капитала. Рисунки 21-22.

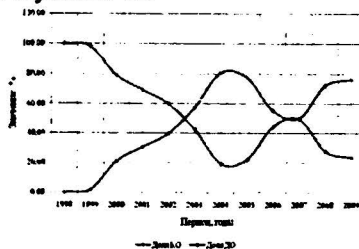


Рис. 21. ОАО «Северсталь»

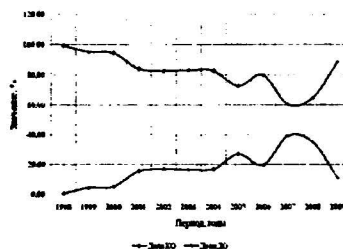


Рис. 22. ОАО «Росагроснаб»

Таким образом, заемные источники финансирования в структуре капитала российских фирм носят преимущественно краткосрочный характер.

Гипотеза 3. Развитие хозяйствующих субъектов с привлечением заемного капитала повышает скорость приращения размера бизнеса, прежде всего выручки от реализации.

Проверка гипотезы предполагает проведение корреляционного анализа между долей заемного капитала и размером выручки от реализации.

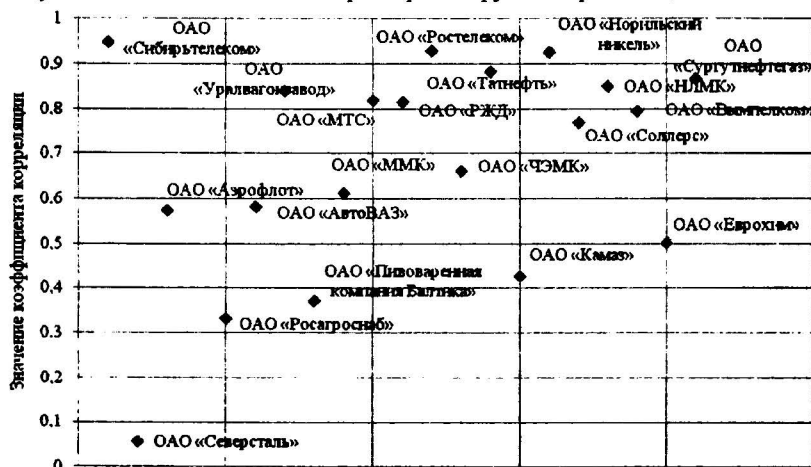


Рис. 23 Корреляция между долей заемного капитала и размером выручки от реализации

Полученный результат свидетельствует о достаточно высокой зависимости между рассматриваемыми показателями. Компании, в которых

связь между долей заемного капитала и выручкой не значительна, либо находятся в привилегированном положении в силу отраслевой принадлежности, либо придерживаются другой стратегии финансирования.

5. Разработана субмодель оптимизации структуры капитала фирмы.

На структуру капитала оказывает влияние огромное число факторов. Поэтому оптимальную структуру капитала можно представить в виде зависимости:

$$СК_{опт} = f(k_i, F_i), \quad (2)$$

где k_i - относительная степень влияния i -го фактора ($0 \leq k_i \leq 1$); F - фактор, влияющий на формирование структуры капитала; i - количество значимых факторов ($i = 1 \dots n$)

В целом можно представить степень влияния факторов в виде определенной иерархии, которая, однако, может быть скорректирована с учетом инсайдерской информации.

В общем виде шкалу оценки степени влияния можно представить в виде таблицы 2.

Таблица 2.

Шкала экспертной оценки относительной степени влияния факторов

Относительная степень влияния фактора	
Обозначение	Значение
k_1	0,6
k_2	0,1
k_3	0,2
k_{\dots}	...
k_n	0
$\sum_{i=1}^n k_i$	1

Под воздействием рассмотренных факторов принимается решение об уменьшении или увеличении той доли в структуре собственного или заемного капитала, изменение величины или инструмента привлечения которой позволит оптимизировать структуру капитала фирмы.

На практике это осуществляется путем освоения новых инструментов и/или отказа от ранее применяемых инструментов для формирования структуры капитала. На сегодняшний день в арсенале крупной компании находятся следующие основные инструменты привлечения собственного и заемного капитала рисунок 24.

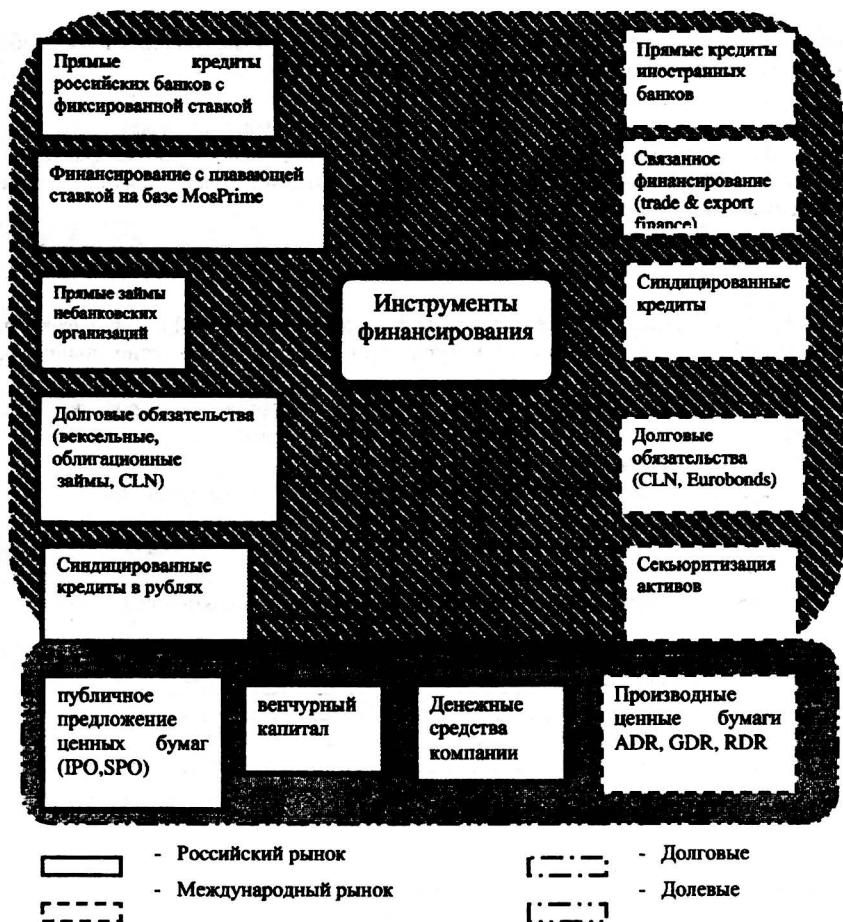


Рис. 24. Инструменты финансирования

Российскими крупными компаниями осваиваются все новые инструменты финансирования, применение которых на предыдущих стадиях развития фирмы и рынка капитала было ограничено.

Все рассмотренные выше параметры формирования структуры капитала фирмы предопределяют значимую роль «человеческого фактора», который находит свое отражение в поведенческой теории структуры капитала, в рамках которой возможно построение субмодели оптимизации структуры капитала фирмы, представленной на рисунке 25.

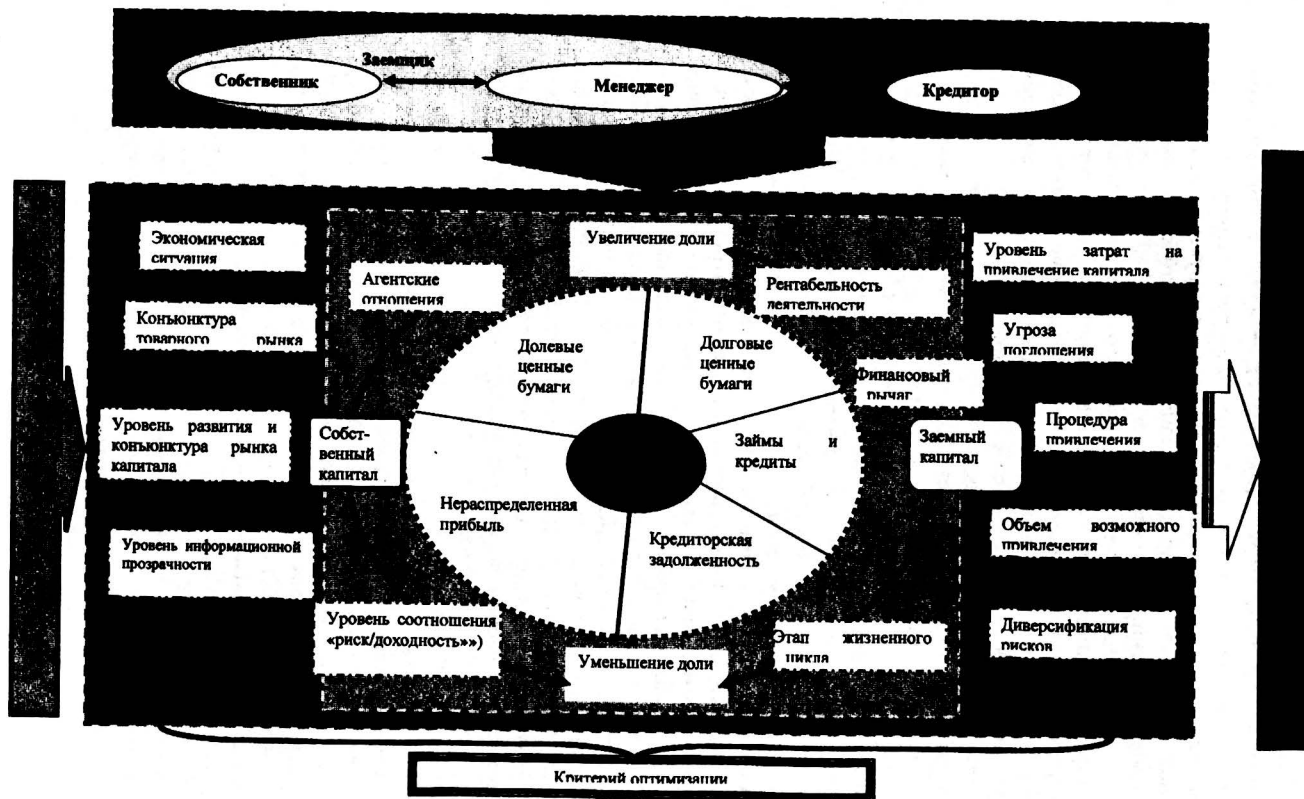


Рис. 25. Субмодель оптимизации структуры капитала фирмы

III. ВЫВОДЫ И РЕКОМЕНДАЦИИ

В результате проведенного исследования теории и методологии оптимизации структуры капитала фирмы получены следующие результаты.

Рассмотрена эволюция подходов к исследованию структуры капитала в экономической литературе, которая позволила, дать авторскую трактовку рассматриваемых понятий. Под структурой капитала фирмы понимается сложившаяся пропорция собственного и заемного капитала, отражающая выбранную стратегию финансирования бизнеса. Под оптимальной структурой капитала - уникальный набор инструментов финансирования деятельности фирмы, нивелирующий асимметричность информации и отвечающий заданному уровню контроля со стороны собственников.

На следующем этапе диссертационного исследования были выявлены особенности оптимизации структуры капитала в трансформируемой экономике. Во-первых, процесс формирования оптимальной структуры капитала российской фирмы на современном этапе происходит при переходе от инсайдерской модели управления к аутсайдерской. Первая характеризовалась совмещением владельцем функций собственника и менеджера. Что было обусловлено нежеланием отделения собственности от контроля. Современный этап формирует аутсайдерскую модель – когда управление фирмой осуществляет топ-менеджер и возникает ряд проблем неполноты контракта. Во-вторых, в российских условиях при формировании структуры капитала прослеживается противоречие: с одной стороны, стоимость привлечения собственного капитала, как правило, оказывается выше заемного, с другой стороны в структуре капитала доля собственного капитала преобладает. В-третьих, в структуре капитала леведжированных фирм, в силу особенностей российского финансового рынка, заемные источники финансирования носят краткосрочный характер. В-четвертых, в рамках формирования оптимальной структуры капитала ярко проявляется наличие отраслевой дифференциации, которая выражается в особом положении нефтегазовой и металлургической отраслей. В-пятых, отклонение структуры капитала компании от ее оптимальных значений определяется оппортунизмом менеджеров, который снижает эффективность использования собственного капитала. В-шестых, угроза поглощения заставляет отказываться от определенных дешевых или высокорентабельных источников и формировать тем самым структуру капитала, имеющую отклонения от оптимальных значений. В- седьмых, отклонению структуры капитала отдельных фирм от ее оптимальных значений способствует иррациональное поведение собственников, придерживающихся стратегии «выкачивания активов» и получения «короткой» прибыли.

Следующим этапом стала разработка методики формирования оптимальной структуры капитала фирмы. В качестве критерия предложен интегральный показатель, позволяющий учесть основные параметры оптимизации структуры капитала – средневзвешенную стоимость капитала, рентабельность активов и прибыль на акцию. Алгоритм применения данной методики предполагает не только количественно рассчитать параметры

оптимизации, но и скорректировать полученные данные с учетом качественного анализа влияющих факторов.

Далее были сформулированы и подтверждены следующие гипотезы

Гипотеза 1. Для хозяйствующих субъектов, формирующих структуру капитала, стоимость привлечения заемного капитала и стоимость привлечения собственного капитала будут различны в зависимости от специфики отрасли и участия государства в собственности.

Гипотеза 2. Современный уровень развития российского финансового рынка не позволяет эффективно использовать заемные источники финансирования.

Гипотеза 3. Развитие хозяйствующих субъектов с привлечением заемного капитала повышает скорость приращения размера бизнеса, прежде всего выручки от реализации.

Для проверки гипотез был проведен анализ структуры капитала 27 корпораций из 9 отраслей российской экономики.

Полученные результаты свидетельствуют о наличии ряда особенностей формирования структуры капитала фирмы на современном этапе развития экономики.

Исходя из вышесказанного, следующим этапом исследования стала разработка субмодели оптимизации структуры капитала фирмы в трансформируемой экономике. Предложенная субмодель основана на анализе особенностей структуры капитала фирмы. И представлена в виде структурно-логической схемы, раскрывающей методику формирования оптимальной структуры капитала фирмы. В основу субмодели положен принцип глубокого субъектного анализа, включающего не только количественную характеристику значимых параметров оптимизации, но и качественный анализ среды, воздействие которой на систему учитывается путем определения значимости влияющих факторов.

IV. РАБОТЫ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Публикации в журналах, рекомендованных ВАК

1. Ушаева С.Н. Капитал: содержание, формы, подходы к определению оптимальной структуры капитала.// Вестник ЧелГУ серия «Экономика».-2008.-№1(102).- с. 163-173. (рекомендован ВАК) (1,25 п.л.)
2. Ушаева С.Н. Показатели эффективности структуры капитала фирмы.// Вестник ЧелГУ серия «Экономика».-2008.-№2(140).-с.144-150. (рекомендован ВАК) (1 п.л.)
3. Ушаева С.Н. Грани оптимизации структуры капитала в условиях кризиса.//Вестник ЧелГУ серия «Экономика».-2010.-№5(186).-с.173-180. (рекомендован ВАК) (1 п.л.)
4. Ушаева С.Н. Особенности оптимизации структуры капитала фирмы: мотивационные конфликты и права контроля.//Вестник ЧелГУ серия «Экономика».-2010.-№28(209).-с.101-106. (рекомендован ВАК) (0,75 п.л.)

Другие публикации

1. Ушаева С.Н. Содержание, критерии, показатели эффективности фирмы// «Проблемы развития институциональных форм в российской экономике»: материалы научно-практической конференции (24 января 2007 г), Челябинск:Челяб.гос.ун-т, в 2 ч. ,Ч.2.-с.178-190. (0,81п.л.)
2. Ушаева С.Н. Минимизации уровня финансовых рисков как критерий оптимизация структуры капитала фирмы.//Сборник трудов «Теоретико-практические аспекты модернизации социальных, экономических, психолого-педагогических и информационных технологий» Шадринск: Издательство ОГУП «Шадринский дом печати».-2008.- С.67-68 (0,125 п.л.)
3. Ушаева С.Н. Подходы к оптимальной структуре фирмы.// Материалы региональной научно-практической конференции «Инновационные резервы повышения конкурентоспособности товаров и услуг»/ГОУВПО «РГТЭУ».-Челябинск.-2008.- с.60-63 (0,25 п.л.)
4. Ушаева С.Н. Стратегия развития фирмы: финансовый аспект. //Сборник материалов международной научно-практической конференции./ Факторы устойчивого развития права, экономики и исторической науки.- Шадринск.-2008.- с.349-351 (0,2 п.л.)
5. Ушаева С.Н. Оптимизация структуры фирмы как механизм повышения ее эффективности.// Материалы всероссийской научно-практической конференции «Актуальные вопросы экономических наук».-Новосибирск.-2008.- С.64-69. (0,38 п.л.)
6. Ушаева С.Н. Модель оптимизации структуры капитала // Сборник материалов международной научно-практической конференции/ Роль государственно-общественного управления в обеспечении комплексной безопасности объектов и субъектов образовательной системы/ Часть2.- Челябинск:ГОУ ВПО «ЧГПУ», 2008, С.184-196.(0,82п.л.)
7. Ушаева С.Н. Структура капитала: парадоксы стоимости составных элементов в российской экономике.// Материалы международной научно-практической конференции «Кризис экономической системы как фактор нестабильности современного общества»/ (18 декабря 2009г)- в 3-х частях.-ч.3.- Саратов:ИЦ «Наука», 2009, С. 296-303 (1п.л.)
8. Ушаева С.Н. Структура капитала: критерий оптимизации. //Сборник материалов международной научно-практической конференции./ Факторы устойчивого развития права, экономики и исторической науки.- Шадринск.-2008.- с.349-351 (0,2 п.л.)
9. Ушаева С.Н. Проблемы определения стоимости капитала фирмы для целей оптимизации его структуры.// Сборник научных трудов «Глобальный кризис и инновационное развитие экономической и социальной сфер», РГТЭУ.-2010.-183-186 (0,25п.л.)
10. Ушаева С.Н. Принятие решений в области оптимизации структуры капитала фирмы // Материалы международной научно-практической конференции «Социально-экономическое развитие России в

посткризисный период: национальные, региональные и корпоративные аспекты» УРСЭИ.- 2010.- ч.2.- с280-285 (0,38 п.л.)

11. Ушаева С.Н. Структурные преобразования фирмы в рамках достижения оптимальности структуры капитала//Материалы международной научно-практической конференции «Экономические, юридические и социокультурные аспекты развития регионов» (09 ноября 2010 г) Челябинск: НОУ ВПО «Челябинский институт экономики и права им. М.В. Ладوشина»,- 2010,- С. 120-126 (0,44 п.л.)

Ушаева Светлана Николаевна

СУБМОДЕЛЬ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА ФИРМЫ В ТРАНСФОРМИРУЕМОЙ ЭКОНОМИКЕ

Автореферат
диссертации на соискание степени
кандидата экономических наук

Лицензия ЛР № 021290 от 21.05.98 выд. ГК РФ по печати.

Подписано в печать 21.04.2011. Формат 60х90/16.

Бумага «Снегурочка». Гарнитура Таймс.

Усл. печ. л. 1,75. Тираж 100 экз. Заказ № 144.

Отпечатано в типографии
Уральского государственного университета физической культуры.
454091, Челябинск, ул. Российская, 258.
Тел. (351) 237-48-06, факс (351) 237-05-76.

